



分析师：李阳

执业证号：S0100521110008

邮箱：liyong\_yj@mszq.com

➤ **公司披露 2024 年半年报：**24H1 实现营业收入 39.08 亿元、同比+19.77%，实现归母净利润 2.44 亿元、同比-15.43%，扣非归母净利润 2.35 亿元、同比+7.47%。其中 24Q2 单季度收入 24.25 亿元、同比+12.74%，归母净利润 1.56 亿元、同比-27.34%，扣非归母净利润 1.54 亿元、同比-3.72%。24H1 实现毛利率 17.47%、同比-2.89pct，净利率 6.36%，同比-2.69pct；其中 Q2 毛利率 17.23%，同比-1.89pct、环比-0.64pct；Q2 净利率 6.58%，同比-3.69pct、环比+0.56pct。

**分业务看：**24H1 装饰材料业务收入 32.82 亿，占比 83.98%，收入同比+29.01%；定制家居业务收入 5.94 亿，占比 15.20%，收入同比-11.41%；其他业务收入约 3196 万，占比 0.82%。

**分产品看：**24H1 装饰材料 30.63 亿，同比+33.40%；品牌使用费 2.22 亿，同比-12.14%；柜类 4.18 亿，同比-16.18%；地板 1.63 亿，同比+2.16%；木门 0.10 亿，同比+32.69%。

### ➤ 乡镇+线上+小 B，推动多渠道运营

**门店持续新增：**2024 年上半年末，装饰材料门店共 4322 家、较年初增加 557 家，其中易装门店 914 家。(1) 报告期内，完成装饰材料乡镇店招商 742 家，完成乡镇店建设 421 家。(2) 公司迎合流量线上化等趋势，持续赋能经销商渠道转型，到 2024 年上半年末，2000+ 家门店实现新零售业务模式导入，500+ 家门店实现新零售高质量运营。(3) 2024 年开展“环保新典范，共担芯发展”活动，推动家具厂渠道开拓，报告期末，经销商体系合作定制家具厂客户发展到约 20000 家 (2021-23 年末为 5800、11000+、16000+)。(4) 家装公司渠道已开展 12 个核心城市的家装公司拓展计划。

### ➤ 定制家居继续发力零售，严控风险

**定制家居重点发力零售渠道，**工程业务持续降风险、控规模。围绕定制柜类、地板和木门等木作产品，公司定制家居实现营收 5.94 亿元，同比-11.41%，其中兔宝宝全屋定制收入 3 亿元、同比+22%；工程定制 (裕丰汉唐) 收入 1.34 亿元、同比-48.63%，净利润亏损 0.72 亿元 (23H1 净利润-0.35 亿元)。截至 2024 年上半年末，公司定制家居专卖店共 800 家 (年初 782 家)，其中家具综合店 340 家、全屋定制 248 家。

### ➤ 费用率下降，中期分红高比例，地产链稀缺的稳健红利股之一

24H1 期间费用率合计 6.95%，同比-2.81pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.88%/2.82%/0.74%/-0.50%，同比分别-0.48/-1.69/-0.25/-0.41pct。其中管理费用同比-25%，主因本期股权激励费用减少；财务费用同比-580%，主因本期利息支出减少、利息收入增加。公司短期借款减少，报告期末短期借款仅 0.3 亿元 (2023 年底为 0.6 亿元)，维持无长期借款；资产负债率 47.2%，维持在较低水平。

**公司披露中期分红：**每股派息 0.28 元，分红总额 2.3 亿元，股利支付率高达

推荐

维持评级

当前价格：

9.37 元

### 相关研究

- 1.兔宝宝 (002043.SZ) 深度报告：家居新势力，现金奶牛、弯道超车-2024/07/31
- 2.兔宝宝 (002043.SZ) 2023 年年报&2024 年一季报点评：加大分红提高股息，多渠道继续下沉-2024/04/25
- 3.兔宝宝 (002043.SZ) 2023 年三季报点评：利润表现超预期，控费+现金流是亮点-2023/10/28

94.21%。

➤ **投资建议:** 我们看好公司①发力乡镇+线上+小 B, 开拓多渠道布局; ②板材+全屋定制, 积极拓展产业链; ③费用下降, 分红比例提高, 有望持续高质量发展。预计公司 2024-2026 年归母净利分别为 7.00、8.63 和 10.03 亿元, 现价对应 PE 分别为 11、9、8 倍, 维持“推荐”评级。

**风险提示:** 行业竞争加剧的风险; 原材料价格波动的风险; 工程业务开展不及预期。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	9,063	9,905	10,887	11,966
增长率 (%)	1.6	9.3	9.9	9.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	689	700	863	1,003
增长率 (%)	54.7	1.5	23.4	16.1
每股收益 (元)	0.83	0.84	1.04	1.20
PE	11	11	9	8
PB	2.4	2.3	1.9	1.6

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 8 月 28 日收盘价)

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	9,063	9,905	10,887	11,966
营业成本	7,394	8,121	8,901	9,766
营业税金及附加	44	40	44	48
销售费用	296	327	359	395
管理费用	265	317	348	383
研发费用	70	76	84	92
EBIT	830	867	1,084	1,259
财务费用	-15	-24	-22	-28
资产减值损失	-12	-10	-10	-10
投资收益	61	50	54	60
营业利润	901	930	1,150	1,336
营业外收支	7	10	10	10
利润总额	908	940	1,160	1,346
所得税	197	216	267	309
净利润	710	724	893	1,037
归属于母公司净利润	689	700	863	1,003
EBITDA	929	978	1,212	1,400

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,252	2,013	2,552	3,237
应收账款及票据	1,170	1,230	1,459	1,653
预付款项	36	37	41	44
存货	435	524	575	632
其他流动资产	144	170	185	202
流动资产合计	4,037	3,973	4,811	5,769
长期股权投资	4	4	4	4
固定资产	478	689	796	901
无形资产	95	95	95	95
非流动资产合计	2,342	2,527	2,625	2,723
资产合计	6,379	6,500	7,436	8,492
短期借款	60	31	31	31
应付账款及票据	1,981	1,827	2,002	2,197
其他流动负债	922	1,029	1,127	1,234
流动负债合计	2,964	2,887	3,160	3,462
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	70	68	68	68
非流动负债合计	70	68	68	68
负债合计	3,034	2,955	3,228	3,530
股本	839	832	832	832
少数股东权益	138	162	191	226
股东权益合计	3,345	3,545	4,208	4,962
负债和股东权益合计	6,379	6,500	7,436	8,492

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	1.63	9.29	9.91	9.92
EBIT 增长率	17.97	4.53	24.96	16.15
净利润增长率	54.66	1.52	23.37	16.11
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	18.42	18.02	18.24	18.39
净利润率	7.61	7.07	7.93	8.38
总资产收益率 ROA	10.81	10.77	11.61	11.81
净资产收益率 ROE	21.50	20.69	21.50	21.17
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.36	1.38	1.52	1.67
速动比率	1.18	1.15	1.30	1.44
现金比率	0.76	0.70	0.81	0.94
资产负债率 (%)	47.56	45.46	43.41	41.57
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	49.77	41.87	42.51	44.87
存货周转天数	23.47	21.24	22.21	22.24
总资产周转率	1.56	1.54	1.56	1.50
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.83	0.84	1.04	1.20
每股净资产	3.85	4.07	4.83	5.69
每股经营现金流	2.30	0.68	1.12	1.37
每股股利	0.55	0.28	0.34	0.40
<b>估值分析</b>				
PE	11	11	9	8
PB	2.4	2.3	1.9	1.6
EV/EBITDA	6.65	6.32	5.10	4.41
股息收益率 (%)	5.87	2.95	3.64	4.23

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	710	724	893	1,037
折旧和摊销	100	111	129	142
营运资金变动	954	-424	-157	-63
经营活动现金流	1,910	563	935	1,142
资本开支	-103	-269	-185	-198
投资	108	0	0	0
投资活动现金流	28	-200	-131	-138
股权募资	463	0	0	0
债务募资	-336	-45	0	0
筹资活动现金流	-389	-603	-265	-318
现金净流量	1,552	-239	539	685

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026